Deutscher Bundestag **Drucksache 15/2964**
15. Wahlperiode 27. 04. 2004

Antwort

der Bundesregierung

auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Steffen Kampeter, Dietrich Austermann, Dr. Michael Meister, weiterer Abgeordneter und der Fraktion der CDU/CSU – Drucksache 15/2776 –

Innovative Instrumente bei Staatsanleihen

Vorbemerkung der Fragesteller

Auf dem europäischen Markt für staatliche Wertpapiere befindet sich Deutschland seit dem Start der Europäischen Währungsunion (EWU) in einem intensiven Wettbewerb mit den Emittenten staatlicher Wertpapiere aus den übrigen EU-Mitgliedsländern. Die in dem anfangs deutlichen Zinsabstand zu den übrigen Emittenten zum Ausdruck gekommene führende Wettbewerbsposition konnte Deutschland jedoch nicht verteidigen. So hat sich beispielsweise im wichtigen Marktbereich der zehnjährigen Staatsanleihen der Zinsvorteil in den vergangenen Jahren um ca. 10 bis 15 Basispunkte verringert.

Neben der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung und der Höhe der staatlichen Schulden könnte eine der Ursachen für diese ungünstige Entwicklung darin liegen, dass wichtige Wettbewerber konsequenter als Deutschland auf die Bedürfnisse der Investoren eingegangen sind und kontinuierlich ihr Angebotsspektrum erweitert haben. Dabei dürfte die Einführung und Nutzung verschiedener Finanzinnovationen, wie z. B. indexierter Anleihen und Swaps, mit zu einer Verbesserung ihrer Wettbewerbsposition beigetragen haben.

1. Wie bewertet die Bundesregierung die aktuelle Wettbewerbssituation der Bundesrepublik Deutschland als Emittent am europäischen Kapitalmarkt?

Die Bundesregierung schätzt die aktuelle Wettbewerbsposition als gut ein. Der Emittent Bund hat nach wie vor Benchmarkstatus am europäischen Kapitalmarkt. Er zeichnet sich durch folgende Eigenschaften aus:

- höchste Bonität des Emittenten Bund,
- attraktive Produktpalette über die gesamte Zinsstrukturkurve von 6 Monaten bis 30 Jahren,
- bewährter Emissions- und Aufstockungsrhythmus bei den Bundesemissionen,

---

Die Antwort wurde namens der Bundesregierung mit Schreiben des Bundesministeriums der Finanzen vom 22. April 2004 übermittelt.
Die Drucksache enthält zusätzlich – in kleinerer Schrifttype – den Fragetext.

- transparenter und verlässlicher Auftritt am Kapitalmarkt durch Jahresvorschau der Bundesemissionen und vierteljährlichen Emissionskalender,
- ausreichende Liquidität aber auch Vermeidung von Überangebot bei allen Bundesemissionen,
- transparentes und faires Emissionsverfahren am Primärmarkt mit der Bietergruppe Bundesemissionen und einem automatischen (elektronischen) Bietungssystem,
- hohe Liquidität am Sekundärmarkt und aktive Kurspflege,
- Bundesemissionen dienen als Absicherungsinstrumente für Investoren im Rahmen der Bund-Future-Kontrakte, die weltweit über die größte Liquidität verfügen.

2. Teilt die Bundesregierung die Auffassung, dass die Verringerung des Zinsvorteils (Zinsspread) im Vergleich zu den Wettbewerbern am europäischen Kapitalmarkt ein Zeichen für eine Verschlechterung der Wettbewerbsposition ist?

   Wenn nein, welche Ursachen führt sie für die Verringerung des Zinsspreads an?

   Wie hoch ist der Zinsspread noch und wie dürfte er sich weiter entwickeln?

Die Bundesregierung teilt nicht die Auffassung, dass die Verringerung des Zinsspreads am europäischen Kapitalmarkt ein Zeichen für die Verschlechterung der Wettbewerbsposition ist.

Der Konvergenzprozess zwischen den Mitgliedstaaten der Europäischen Union hat auch zur Verringerung der Zinsspreads am europäischen Kapitalmarkt beigetragen. Diese bereits vor Einführung des Euro begonnene Angleichung der Kapitalmarktzinsen hat sich während der Einführung des Euro erwartungsgemäß fortgesetzt. Dadurch sind die anderen Länder der Eurozone dem Bund näher gerückt. Der Bund selbst hat seinen Benchmarkstatus gehalten. Bei 10-jährigen Anleihen beträgt der kleinste Finanzierungsvorteil 4 Basispunkte (gegenüber Frankreich) und der größte 17 Basispunkte (gegenüber Italien). Natürlich kann der Finanzierungsvorteil durch kurzfristige Marktschwankungen (technische Einflüsse bei Neuemissionen und Markterwartungen) überlagert werden.

Langfristig verfolgt die Bundesregierung das Ziel, den Finanzierungsvorteil zu erhalten und zu stärken.

3. Welche Maßnahmen hat die Bundesregierung ergriffen, um die Wettbewerbsposition der Bundesrepublik Deutschland am europäischen Markt für staatliche Wertpapiere zu verbessern?

Um die Wettbewerbsposition zu halten, sind eine Vielzahl von Aktivitäten notwendig. Besonders wichtig sind eine transparente und verlässliche Emissionspolitik durch Fortführung der Jahresvorschau der Emissionen und regelmäßiges Erscheinen der vierteljährlichen Emissionskalender, das Anpassen von Emissionsterminen an die Termine der Bund-Future-Kontrakte, die Emission liquider Großemissionen u. a. Maßnahmen, die der Erhaltung der in der Antwort zu Frage 1 genannten Eigenschaften dienen.

Um die Wettbewerbsposition weiter zu verbessern, wird die Einführung weiterer innovativer Kapitalmarktinstrumente geprüft.

4. Welche Bedeutung kommt dabei dem Einsatz innovativer Finanzmarktinstrumente zu?

Zu den innovativen Finanzmarktinstrumenten zählt man Zins-Swaps, Future-Kontrakte, Caps und Floors, Collars, Swaptions, andere Arten von Optionen sowie Währungs- und Kreditrisikoswaps.

Für die Portfoliosteuerung und eine kostengünstige Kreditaufnahme des Bundes haben insbesondere die Zins-Swaps eine Bedeutung. Gegenwärtig kann die Bundesregierung auf die gesetzliche Ermächtigung eines Volumens von 80 Mrd. Euro Zins-Swaps zurückgreifen.

Darüber hinaus haben die am Kapitalmarkt gehandelten Bund-Future-Kontrakte eine große Bedeutung, weil sie weltweit zu den bedeutendsten Terminmärkten gehören. Obwohl sich der Bund dieses Instrumentes selbst nicht bedient, ruft die hohe Liquidität der Bund-Future-Kontrakte auch eine hohe Nachfrage bei den Bundesemissionen hervor, wodurch der Benchmarkstatus des Bundes gestützt wird. Dabei sind Preisbildung und Erfüllung der Bund-Future-Kontrakte unmittelbar mit den Bundeswertpapieren verbunden.

5. Welche Forderungen wurden von Seiten der Investoren an die Bundesregierung herangetragen, das Emissionsspektrum des Bundes durch innovative Finanzmarktinstrumente zu erweitern?

Innovative Finanzierungsinstrumente bilden einen anderen Markt als die Emissionen des Bundes. Darüber hinaus treten Investoren nur selten direkt an den Bund heran. Vielmehr sind es die Intermediäre, also große Investmentbanken, die sich an den Bund mit Vorschlägen zur Erweiterung des Emissionsspektrums sowie zu innovativen Finanzierungsinstrumenten wenden. So wurden von diesen in jüngerer Vergangenheit Fremdwährungs- und inflationsindexierte Anleihen, aber auch die Begebung von variabel-verzinslichen Produkten, Medium-Term-Note-Programmen und Wandelanleihen vorgeschlagen.

Es werden auch besondere Zins-Swaps allein oder Zins-Swaps als Microhedge in Kombination mit ausgewählten Anleihen vorgeschlagen, die eine vermeintliche Reduzierung der aktuellen Zinslasten zum Inhalt haben. Letztere werden trotz der Tatsache, dass solche Konstruktionen nach den Verschuldungskriterien von Maastricht erlaubt wären, abgelehnt, weil sie unwirtschaftlich sind.

6. Welche neuen innovativen Kapitalmarktprodukte im Bereich der Staatsverschuldung plant die Bundesregierung in absehbarer Zeit einzuführen?

Um die Wettbewerbsposition weiter zu verbessern, wird die Einführung weiterer innovativer Kapitalmarktinstrumente, wie z. B. die Begebung von Fremdwährungs- und inflationsindexierten Anleihen, geprüft. Die Bundesregierung verfolgt mit ihren Kapitalmarktinstrumenten folgende Ziele:

a) Risikodiversifizierung und Kostenersparnis,

b) Verbesserung der Benchmark bei den traditionellen Bundesemissionen,

c) Stärkung der innovativen Wahrnehmung der Finanzagentur im internationalen Rahmen.

Zusätzlich wird der Emissionsmarkt genauestens beobachtet, um rechtzeitig Produktneuerungen zu erkennen. Aber auch andere traditionelle Instrumente, die gegenwärtig nicht im Einsatz sind, (variabel verzinsliche Produkte, Medium-Term-Note-Programme, Bundeskassenscheine, strukturierte Schuldscheine) werden ständig dahin gehend geprüft, ob sie einen Beitrag zur weiteren Verbesserung des deutschen Kapitalmarktes leisten können.

7. Welche innovativen Finanzmarktinstrumente werden, verglichen mit Deutschland, in anderen EU-Ländern in welchem Umfang zum Einsatz gebracht?

   Welche Erfahrungen aus dem außer-europäischen Ausland hat die Bundesregierung in ihre Meinungsbildung mit einbezogen?

Neben den gegenwärtig auch in Deutschland bereits eingeführten Finanzinnovationen werden in anderen EU-Ländern auch Währungsswaps zum Einsatz gebracht. Einzelheiten über den Einsatz oder Umfang zu innovativen Finanzierungsinstrumenten in anderen EU-Ländern liegen nicht vor.

Alle OECD-Länder sind gegenwärtig dabei, Erfahrungen mit innovativen Finanzierungsinstrumenten zu sammeln.

Bei den Finanzinnovationen ist festzustellen, dass ihre Nutzung zu günstigsten Konditionen nur möglich ist, wenn die Geschäftsstrategie durch den Markt selbst nicht erkennbar ist. Dadurch unterscheiden sie sich deutlich von der notwendigen Transparenz bei Emissionen.

8. Welche Ergebnisse haben die europäischen Wettbewerber durch den Einsatz innovativer Finanzmarktinstrumente erzielt, erstens für die Optimierung des Portfoliomanagements, zweitens für die Verbesserung des Kapitalmarktes?

Es ist bekannt, dass die europäischen Wettbewerber Finanzinnovationen zur Optimierung des Portfoliomanagements einsetzen. Über konkrete Ergebnisse der Nutzung von Finanzinnovationen halten sich die Länder jedoch bedeckt, weil nur so günstige Konditionen erreicht werden können.

Die Beteiligung europäischer Wettbewerber an Finanzinnovationen hat eine Verbesserung des Kapitalmarktes im Sinne einer Erhöhung der Liquidität zur Folge.

9. Wie schätzt die Bundesregierung die Wettbewerbsposition des Bundes bei der Verwendung innovativer Produkte ein?

Der Bund kann wie jeder Marktteilnehmer an der Effizienz des Marktes für innovative Finanzierungsinstrumente teilhaben. Es gibt weder einen offenkundigen Vor- oder Nachteil für den Bund. Die Wettbewerbsposition des Bundes hängt hier jedoch bei der sonst einzigartigen Transparenz bei den Bundesemissionen von einer besonderen Vertraulichkeit ab. Nur durch diese Vertraulichkeit kann sich der Bund bezüglich der innovativen Finanzierungsinstrumente optimale Preise sichern und Finanzierungskosten sparen.

10. Welche Chancen und Risiken sieht die Bundesregierung beim Einsatz von Swaps und warum veröffentlicht sie die Ergebnisse ihrer Swap-Politik nicht im Haushalt, so dass sie einer breiten Öffentlichkeit nicht bekannt werden?

Die Chancen und Risiken beim Einsatz von Zins-Swaps sind immanenter Bestandteil der Chancen und Risiken bei Betrachtung aller Instrumente der traditionellen Kreditaufnahme und der Finanzinnovationen zusammengenommen. Sie dienen wie auch die Auswahl eines bestimmten Kreditportfolios der Positionierung im Kosten-Risiko-Rahmen, wodurch sich bestimmte Chancen auf eine Kostenersparnis und diesbezügliche Risiken ergeben.

Über die Chancen und Risiken sowie die bisherigen Ergebnisse wurde das parlamentarische Gremium für Fragen der Kreditfinanzierung des Bundes auf seiner 3. Sitzung am 10. Dezember 2003 unterrichtet. Eine öffentliche Berichterstattung im Einzelnen ist, wie in anderen Ländern auch, nicht vorgesehen.

11. Welche Chancen und Risiken sieht die Bundesregierung beim Einsatz von Fremdwährungsanleihen?

    Wie ist der Stand des Erfahrungsaustausches mit anderen Emittenten, die dieses Instrument bereits einsetzen?

Der Einsatz von Fremdwährungsanleihen wird von der Bundesregierung gegenwärtig geprüft. Fremdwährungsanleihen für sich betrachtet weisen neben dem Zinsänderungsrisiko ein zusätzliches Fremdwährungsrisiko auf. Insofern wird die alleinige Nutzung von Fremdwährungsanleihen durch die Bundesregierung überhaupt nicht in Betracht gezogen. Die Prüfung des Einsatzes von Fremdwährungsanleihen setzt deshalb den gleichzeitigen Einsatz von geeigneten Maßnahmen, wie z. B. Währungs- und Zins-Swaps zum Ausschluss dieses Risikos, voraus.

Die bisherigen Prüfungen haben ergeben, dass der Einsatz der Kombination von Fremdwährungsanleihen, Zins- und Währungsswaps in besonderen Marktsituationen (so genannte Marktfenster) gegenüber den sonst üblichen Kreditaufnahmen in Euro keine zusätzlichen Risiken in sich birgt und darüber hinaus eine garantierte Kostenersparnis möglich ist. Die Ausnutzung einer solchen Situation, also eine opportunistische Vorgehensweise, entspricht im Übrigen den Erfahrungen von anderen EU-Ländern wie auch außereuropäischen OECD-Ländern. Diese Erfahrungen wurden insbesondere von der Finanzagentur in Gesprächen mit den Kollegen aus den Agenturen anderer EU-Länder der Bundesregierung vermittelt, aber auch durch regelmäßige Gespräche von führenden Investmentbanken mit der Bundesregierung direkt.

12. Welche Chancen und Risiken sieht die Bundesregierung beim Einsatz von indexierten Anleihen?

Wie bereits erwähnt, wird auch der Einsatz von inflationsindexierten Anleihen geprüft. Das damit verbundene Inflationsrisiko stellt eine eigene Risikoklasse außerhalb des für die Kreditaufnahme sonst typischen Zinsänderungsrisikos dar.

Sollte der Bund inflationsindexierte Anleihen begeben, könnte eine Chance auf Zinseinsparungen bestehen, wenn die tatsächliche Inflation geringer ausfällt als die vom Markt erwartete. Weil dies erst nach Endfälligkeit einer solchen Anleihe festgestellt werden kann, gibt es ein Risiko zusätzlicher Kosten.

13. Welches Konzept von Inflationsindizierung hat den Überlegungen innerhalb der Bundesregierung zu Grunde gelegen, die im Newsletter Nr. 4/Oktober 2003 der Finanzagentur Deutschland GmbH (für institutionelle Anleger) veröffentlicht wurden?

Im Newsletter Nr. 4/Oktober 2003 der Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur GmbH wurde dargelegt, dass in Zusammenarbeit mit der Finanzagentur geprüft werde, ob auch der Bund inflationsindexierte Anleihen begeben sollte. Ein Konzept von Inflationsindexierung ist in dem Interview nicht vorgestellt worden.

14. Welche Rolle wird die Finanzagentur Deutschland GmbH bei den zukünftigen Überlegungen zu innovativen Instrumenten der Staatsfinanzierung spielen?

    Wie bewertet die Bundesregierung die Tätigkeit der Agentur in der Vergangenheit?

    Ist beabsichtigt, die Finanzagentur zukünftig auch bei Privatisierungen mitwirken zu lassen?

Die Finanzagentur ist der entscheidende Dienstleister bei der Kreditaufnahme des Bundes. Sie führt heute schon den überwiegenden Teil des operativen Geschäfts aus. Von den innovativen Finanzierungsinstrumenten sind der Finanzagentur gegenwärtig nur die Zins-Swap-Geschäfte erlaubt. Zusätzlich ist die Finanzagentur beauftragt worden, das Bundesministerium der Finanzen über die Märkte zu informieren und Vorschläge zur Nutzung von innovativen Finanzierungsinstrumenten vorzubereiten. Nach Zustimmung durch das Bundesministerium der Finanzen und in notwendigen Fällen auch durch das Gremium für Fragen der Kreditfinanzierung des Bundes, des Haushaltsausschusses oder des Deutschen Bundestages kann die Finanzagentur auch mit einer Erweiterung der zu nutzenden innovativen Finanzierungsinstrumente beauftragt werden.

Die bisherige Tätigkeit der Finanzagentur ist erfolgreich. Einzelheiten hierzu wurden auf der bereits erwähnten 3. Sitzung des Gremiums für Fragen der Kreditfinanzierung des Bundes am 10. Dezember 2003 vorgestellt.

Mit der Durchführung von Privatisierungen soll die Finanzagentur nicht beauftragt werden. Ungeachtet dessen kann die Finanzagentur bei Fragen zur Wirtschaftlichkeit von Privatisierungsvorhaben beteiligt werden.



Gesamtherstellung: H. Heenemann GmbH & Co., Buch- und Offsetdruckerei, Bessemerstraße 83–91, 12103 Berlin
Vertrieb: Bundesanzeiger Verlagsgesellschaft mbH, Amsterdamer Str. 192, 50735 Köln, Telefon (02 21) 97 66 83 40, Telefax (02 21) 97 66 83 44
ISSN 0722-8333